

## 核电合同惊喜、期待业绩逐步释放

公司简报

### ◆事件:

公司公告与中国核电工程公司就多个核电项目核级不锈钢管件签署采购协议。项目包括但不限于辽宁徐大宝核电厂一期、福建福清核电厂5、6号、河北海兴一期工程、漳州核电厂1、2号机组、海南昌江核电站3、4号机组及廊坊科研后续项目。

### ◆金属管件提供业绩弹性，PCCP业务仍有看点

**核电管件为惊喜:** 据国家能源局规划，预计17年年内开工8台机组。核电管件合同囊括近期主要开工核电项目（AP1000及华龙一号机组），表明公司核级不锈钢管件竞争力强，客户认可度高。从项目规模推算其合同潜在规模应为亿元量级。核级管件盈利能力较强，供货周期可达3年。

**金属管件提供业务弹性:** 新峰管业仍处业绩承诺期，16年的亏损致其17-18年累计利润需达1.7亿元，严苛的业绩对赌条款以及正在回暖的下游需求（石化及核电金属管件）为其累计利润承诺提供保护。17年公司已与恒力石化签署金属管件采购协议，推算订单体量可超5亿元，预计于17Q4开始供货。除恒力石化项目外，仅民营项目就还有浙江石化、盛虹石化、恒逸石化等大项目施工，预计公司高压临氢管件仍会有所突破。

**PCCP业务仍有看点:** 公司目前PCCP待执行订单规模约20亿元。其中鄂北项目及新疆项目（总计约10亿）由于项目特殊性迄今未开始供货。不过其余于16年年中前所签订的项目已基本开始供货。17年重大在建水利投资规模预计达9000亿元，未来重点关注引江济淮、引漳济辽、滇中引水等工程招投标进展。

### ◆看好水利管材业绩释放，石化、核电利润弹性，维持买入评级:

我国目前多个炼化项目处在建设期，相关需求将驱动金属管件业务利润快速增长；核级管件合同订单落地，长期增长有保障。PCCP待执行订单充沛，多个重大引调水工程有望进入管材招标期。公司新一轮定增底价11.4元，划定投资安全边际。判断17年下半年业绩有望逐步释放，预计17-19年EPS为0.30元、0.35元及0.39元，维持买入评级。

### ◆风险提示: PCCP、石化、核电招投标进展不及预期。

### 业绩预测和估值指标

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	492	792	1,266	1,440	1,741
营业收入增长率	-62.01%	60.98%	59.93%	13.74%	20.91%
净利润(百万元)	26	30	142	166	184
净利润增长率	-84.45%	16.75%	371.89%	17.32%	10.71%
EPS(元)	0.05	0.06	0.30	0.35	0.39
ROE(归属母公司)(摊薄)	1.77%	1.46%	6.40%	7.09%	7.89%
P/E	197	169	36	30	28
P/B	3	2	2	2	2

## 买入(维持)

当前价/目标价: 10.62/13.00元

目标期限: 6个月

### 分析师

陈浩武 (执业证书编号: S0930510120013)  
021-22169050  
[chenhaowu@ebsec.com](mailto:chenhaowu@ebsec.com)

孙伟风 (执业证书编号: S0930516110003)  
021-22169329  
[sunwf@ebsec.com](mailto:sunwf@ebsec.com)

### 联系人

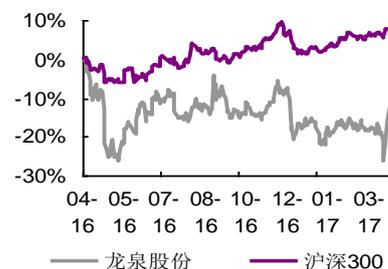
师克克  
021-22169158  
[shikk@ebsec.com](mailto:shikk@ebsec.com)  
纪振鹏  
021-22169044  
[jizp@ebsec.com](mailto:jizp@ebsec.com)

胡添雅  
021-22169106  
[hutianya@ebsec.com](mailto:hutianya@ebsec.com)

### 市场数据

总股本(亿股): 4.77  
总市值(亿元): 50.61  
一年最低/最高(元): 10.09/14.20  
近3月换手率: 81.61%

### 股价表现(一年)

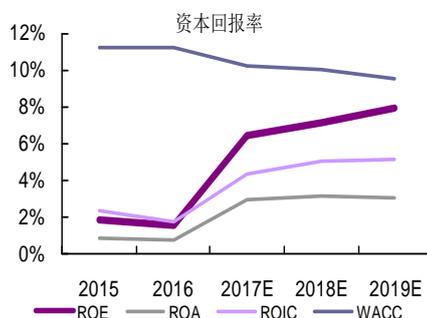
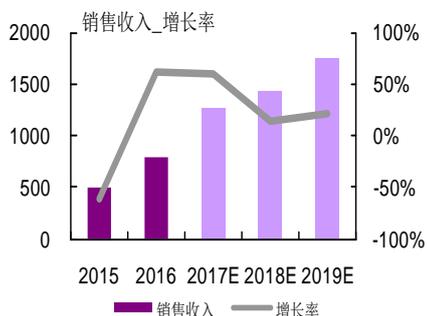
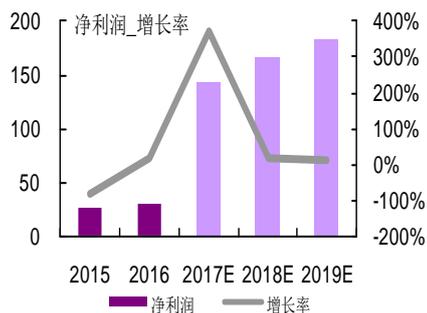
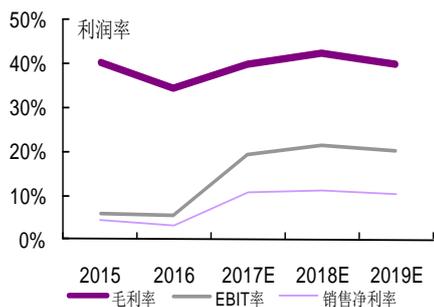


### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-2.55	-9.62	-24.96
绝对	-6.01	-9.09	-19.71

### 相关研报

下游工程进度较慢，业绩释放仍需等待  
.....2017-05-01  
大额石化订单终落地、核电管件仍等风来



利润表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>492</b>	<b>792</b>	<b>1,266</b>	<b>1,440</b>	<b>1,741</b>
营业成本	293	518	759	830	1,047
折旧和摊销	65	74	19	28	34
营业税费	6	19	28	32	38
销售费用	28	53	82	94	113
管理费用	84	103	127	144	174
财务费用	35	30	22	46	64
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>29</b>	<b>42</b>	<b>222</b>	<b>261</b>	<b>290</b>
<b>利润总额</b>	<b>30</b>	<b>39</b>	<b>219</b>	<b>258</b>	<b>287</b>
少数股东损益	-5	-6	-6	-6	-6
<b>归属母公司净利润</b>	<b>25.72</b>	<b>30.02</b>	<b>141.68</b>	<b>166.22</b>	<b>184.03</b>

资产负债表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>总资产</b>	<b>2,467</b>	<b>3,443</b>	<b>4,671</b>	<b>5,093</b>	<b>5,852</b>
流动资产	1,401	1,822	2,832	3,168	3,860
货币资金	309	321	506	576	696
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	724	1,077	1,697	1,901	2,298
应收票据	13	3	4	5	6
其他应收款	42	40	64	73	88
存货	303	364	533	583	735
可供出售投资	3	3	3	4	4
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	604	652	890	1,027	1,128
无形资产	200	248	236	226	215
<b>总负债</b>	<b>996</b>	<b>1,371</b>	<b>2,450</b>	<b>2,745</b>	<b>3,524</b>
无息负债	458	826	1,176	1,295	1,567
有息负债	538	545	1,274	1,450	1,957
<b>股东权益</b>	<b>1,471</b>	<b>2,072</b>	<b>2,221</b>	<b>2,349</b>	<b>2,328</b>
股本	444	481	477	477	477
公积金	736	1,283	1,283	1,299	1,318
未分配利润	306	331	453	570	537
少数股东权益	21	15	9	3	-3

现金流量表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	<b>-17</b>	<b>164</b>	<b>-301</b>	<b>85</b>	<b>-23</b>
净利润	26	30	142	166	184
折旧摊销	65	74	19	28	34
净营运资金增加	-193	144	660	218	422
其他	85	-84	-1,122	-327	-664
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-314</b>	<b>-449</b>	<b>-236</b>	<b>-114</b>	<b>-104</b>
净资本支出	247	188	201	101	81
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-561	-637	-437	-215	-185
<b>融资活动现金流</b>	<b>54</b>	<b>251</b>	<b>723</b>	<b>98</b>	<b>247</b>
股本变化	0	37	-4	0	0
债务净变化	105	6	729	176	507
无息负债变化	17	368	350	119	273
<b>净现金流</b>	<b>-277</b>	<b>-34</b>	<b>186</b>	<b>70</b>	<b>120</b>

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	-62.01%	60.98%	59.93%	13.74%	20.91%
净利润增长率	-84.45%	16.75%	371.89%	17.32%	10.71%
EBITDA/EBITDA 增长率	-66.31%	23.53%	79.56%	27.66%	15.72%
EBIT/EBIT 增长率	-86.66%	45.61%	240.03%	25.93%	15.05%
<b>估值指标</b>					
PE	197	169	36	30	28
PB	3	2	2	2	2
EV/EBITDA	40	39	24	19	18
EV/EBIT	81	79	26	21	20
EV/NOPLAT	117	127	42	34	32
EV/Sales	11	7	5	5	4
EV/IC	3	2	2	2	2
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	40.47%	34.55%	40.02%	42.33%	39.89%
EBITDA 率	19.16%	14.70%	20.74%	23.28%	22.28%
EBIT 率	5.85%	5.29%	19.28%	21.35%	20.31%
税前净利润率	6.10%	4.89%	17.26%	17.92%	16.47%
税后净利润率 (归属母公司)	5.23%	3.79%	11.19%	11.54%	10.57%
ROA	0.84%	0.70%	2.90%	3.15%	3.04%
ROE (归属母公司) (摊薄)	1.77%	1.46%	6.40%	7.09%	7.89%
经营性 ROIC	2.34%	1.71%	4.34%	5.03%	5.13%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	1.69	1.38	1.18	1.17	1.11
速动比率	1.32	1.10	0.96	0.96	0.90
归属母公司权益/有息债务	2.69	3.78	1.74	1.62	1.19
有形资产/有息债务	4.16	5.41	3.29	3.19	2.75
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	0.05	0.06	0.30	0.35	0.39
每股红利	0.01	0.01	0.07	0.42	0.84
每股经营现金流	-0.04	0.35	-0.63	0.18	-0.05
每股自由现金流(FCFF)	0.15	-0.39	-1.40	-0.14	-0.49
每股净资产	3.04	4.32	4.64	4.92	4.89
每股销售收入	1.03	1.66	2.66	3.02	3.65

资料来源：光大证券、上市公司

### 分析师声明

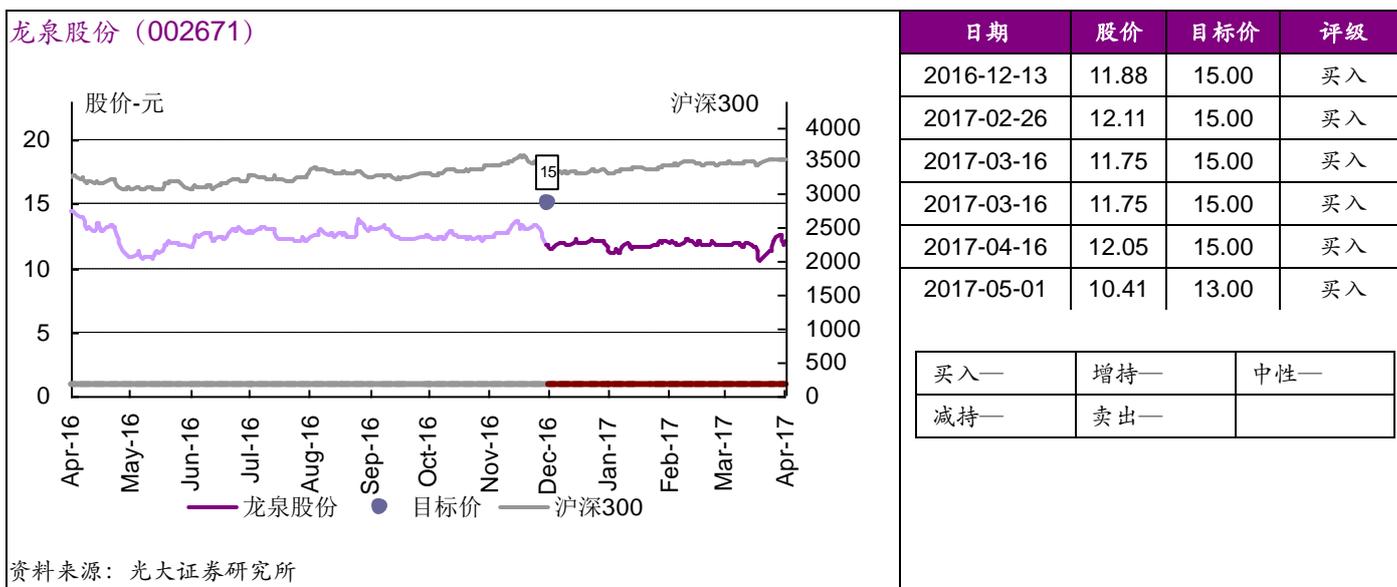
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 分析师介绍

陈浩武，上海交通大学安泰经济与管理学院管理学博士，光大证券研究所非金属建材行业研究员。研究注重逻辑和前瞻性，运用合理方法，力求准确把握行业发展趋势和热点，重点公司深入分析、跟踪紧密，最后综合基本面和估值给出投资建议。个人优势：基本面研究，行业及重点公司数据全市场应为独到；优势领域：水泥行业。熟悉公司：华新水泥、江西水泥、同力水泥、天山股份、青松建化。

孙伟风，美国西北大学应用数学专业硕士，浙江大学自动化学士。14年进入证券行业，先后研究周期、新能源等行业。16年加盟光大证券建筑建材团队。覆盖建材主要子行业及部分建筑公司。对建材及新能源相关行业有较深研究和认识。熟悉公司：开尔新材、华新水泥、海螺水泥等。

### 投资建议历史表现图



### 行业及公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

市场基准指数为沪深 300 指数。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

## 光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闸路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebsecn.com	
	濮维娜	021-62158036	13611990668	puwn@ebsecn.com	
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebsecn.com	
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com	
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebsecn.com	
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebsecn.com	
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebsecn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebsecn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebsecn.com	
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebsecn.com	
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebsecn.com	
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebsecn.com
		梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebsecn.com
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebsecn.com	
王曦		010-58452036	18610717900	wangxi@ebsecn.com	
关明雨		010-58452037	18516227399	guanmy@ebsecn.com	
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebsecn.com	
深圳		黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebsecn.com
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebsecn.com	
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebsecn.com	
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebsecn.com	
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebsecn.com	
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebsecn.com	
	国际业务	陶奕	021-22167107	18018609199	taoyi@ebsecn.com
戚德文		021-22167111	18101889111	qidw@ebsecn.com	
金英光		021-22169085	13311088991	jinyg@ebsecn.com	
傅裕		021-22169092	13564655558	fuyu@ebsecn.com	